



## 拿什么拯救你，中国股市 寻找振兴中国股市方略大讨论(15)

证券时报 新浪财经 联合主办

网络参与：  
www.stcn.com  
finance.sina.com.cn

# 中国股市出路在于彻底改革

向威达

过去三十多年中国经济一路高歌猛进，捷报频传，但股票市场却连年震荡下跌，投资者损失惨重，民怨沸腾。中国股市究竟出路何在？中国股民如何脱离苦海？《证券时报》和新浪财经联合发起“拿什么拯救你，中国股市”大讨论，借此机会，我谈谈自己的看法。

我认为，中国股市根本的出路在于完善制度设计。市场之所以持续震荡下跌，我个人认为，总体上可归结为三大原因：一是股市本身的制度缺陷和监管不力，二是经济波动引起的股价震荡，三是投资者对市场环境失去信心。

探讨股市的问题及其出路，并不是要寻求股市只涨不跌，也不是寻求多数股民只赚不赔，主要目的就是探讨如何完善制度设计，减少制度缺陷带来的投资风险和不公平，保护投资者合法权益。探讨股市的问题和出路，也不是为了保证股市不出现违法违规现象，而是为了保证一旦出现违法违规现象能迅速得到追究和纠正。

### 关键是新股发行定价制度

客观地讲，过去20多年来，中国股市自设立以来一直就有各种激烈的争论和分歧，方方面面包括监管机构、中介机构 and 投资者都为中国的股市的健康发展作了大量的探索，特别是广大股民为中国股市的扩张作出了巨大的牺牲，付出了沉重的代价。去年下半年新一届证监会领导人上台以来，也一直大力推进新股发行制度改革，抑制新股定价过高，鼓励上市公司现金分红，完善上市公司退市制度，提升股市投资价值，倡导价值投资理念。但时至今日，许多根本问题一直没有得到解决，我们还是没有走出把股民当傻瓜圈钱的时代，其中最首要的、关键的问题就是现行制度一直导致新股发行定价过高。

根据Wind数据统计，从1993至2012年，过去20年新股发行市盈率经历了3个大的阶段：1993至1998年6年市盈率只有10-14倍；2002至2008年7年市盈率17-29倍；2009至2011年分别高达53、59和46倍左右，许多新股市盈率甚至高达70、80倍甚至上百倍。今年以来新股发行市盈率明显

回落，但依然高达30倍以上。这样高的市盈率转嫁到二级市场，给二级市场带来了极大的风险，是二级市场很多年都难以消化的。其直接后果就是二级市场只能靠持续震荡下跌来消化这些风险。

更严重的是，为了高价圈钱，不少新股发行都存在过度包装、甚至虚假信息、恶意包装和欺诈上市的问题，给二级市场带来市盈率过高和业绩虚高不真实叠加的双重风险，严重损害投资者的利益。

因此，要减少二级市场风险，一个根本的问题就是要抑制新股定价过高。我认为，要解决这个问题，在目前条件下只能由监管部门对新股定价进行干预和限制，新股发行的市盈率不能超过二级市场同行业的平均市盈率。在这个问题上，我认为要打破教条主义的制度化崇拜。有人片面理解市场化，把市场化过于教条化、简单化，本该市场化的地方却不讲市场化，直接限制普通投资者的交易行为；而在一个不完全的市场，又把市场化教条化，认为对新股定价不能干预。我认为，市场化不是没人监管的市场。股票市场是一个不完全的市场，而是一个信息极不对称的市场。特别是新股发行，交易双方的信息极不对称，权利极不对等，义务极不对等。在这样一个市场强调市场化，只能是迂腐和不负责任的。

建议把现行的新股询价申购制度改成美国式的招标或美国式拍卖，即高价申购就高价认购，同样一只股票，李四报20块钱要申购1000万股，那就按20块钱1000万股先给他；张三报17块钱要申购2000万股，就按17块钱2000万股先给张三，这样从高到低，高价申报就高价认购，可以抑制新股询价过程中的投机及其推高新股价格的现象。

我们过去的法律条款强调同一次发行新股要按照同一个价格。我认为，这个教条很有些似是而非，应尽快予以纠正。本来投资者对于同一家公司的股票投资价值有各种各样的不同的看法，为什么非要让新股申购过程中用同一个价格？

### 少发新股 多发可转债

很多人都呼吁暂停新股发行，给股民一个休养生息的时间，其理由是任何事物都有一个平衡点，股市作为一种资源的开发也需要注意平衡。而反对者则振振有词，说是要市场化，不能

停放新股。我认为，把市场化过于教条化、简单化和片面化，不管市场化的本质和前提是公正透明有效的制度设计，漠视信息不对称所必然带来的各种问题与后果，缺乏对交易双方强势者的监管和惩罚，其结果只能是市场交易的强势者和内幕信息的掌握者对交易的弱势方即广大散户的掠夺和围剿。截至今年8月，沪深两市融资额已达3440多亿元，尽管比2010年和2011年大幅度减少，但在过去10年依然是一个比较大的规模。现在该是放下所谓的市场化，暂停新股发行，关门整顿，反思总结的时候了，顺便让股市和股民得到喘息和休养生息。

暂停新股发行是不是等于不让企业融资呢？不是。我们讨论股市的出路目的不是限制企业融资，而是为了提高上市公司的质量，防止和减少虚假信息、过度包装和欺诈上市等情况，保护投资者利益。怎么样更好保护投资者？我觉得就是少发新股，多发可转债。比如说所有的可转债3年之后再转股，3年期间像上市公司一样履行信息披露义务，发布财报和重大事项公告，这样投资者就可以在3年过程中充分了解上市公司，并决定要不要转股。这样既解决了企业融资的问题，又为投资者了解上市公司提供了一个缓冲期和保护机制；同时又加大了上市公司的责任，如果投资者3年之后不转股，公司就得还债。现在上市公司之所以趋之若鹜去发行股票，高价圈钱，是因为这个资金不用还，所以大家把股民当成摇钱树、唐僧肉来争相瓜分。

监管部门只能代表投资者监管

中国股市要想找到出路，保证健康发展，还有一些认识上的问题需要澄清。比如，很多人攻击中国股市重融资、轻投资。我认为，就其主要功能而言，股市就是一个融资平台，就是让上市公司来“圈钱”的。但是，这并不意味着监管部门就应该代表上市公司的利益，处处为上市公司着想。恰恰相反，正因为股市是让上市公司来融资的，所以监管部门就只能代表投资者，完全站在投资者一边监管上市公司。但是，我认为这些年监管部门在投

资者教育方面消耗的精力过多，甚至直接限制投资者的权益和交易行为，而对上市公司的监管不够。比如，为了限制新股上市首日过度炒作，限制小市值股票和绩差股即所谓的ST股和垃圾股炒作，监管部门和交易所不仅直接限制涨跌幅度，还直接限制换手率，甚至直接限制投资者包括散户的交易行为，限制投资者下单。这些措施有违市场化原则，也不当干预了投资者和股东的正当权益。事实上，我认为类似于新股上市首日过度炒作是一个似是而非的问题：往上是炒作，需要干预和限制，那先使劲往下打过一段时间再往上拉就不是炒作，就不要干预和限制？这个逻辑是不对称的。

建议监管部门和交易所把精力多用于监管上市公司，监督上市公司是否诚信尽责，信息披露有没有问题，公司董事会和公司高管有没有职务犯罪，大股东有没有通过关联交易等各种形式挪用侵占上市公司利益、损害中小股民利益。而对投资者的监管应仅限于有没有内幕交易和操纵股价。

### 尽快建立问责制度、集体诉讼和补偿制度

中国股民最大的悲哀一是由于上市公司的信息披露等方面存在的问题导致股民巨额损失，或上市公司大股东侵占上市公司利益、损害中小股民利益，都得不到应有的法律追究。本来投资者已经为上市公司的融资扩张作出了重大牺牲，由于上市公司高管或其大股东胡作非为导致公司破产或退市所酿下的这杯苦酒还要投资者喝下去，实在是非公平。因此，我一直呼吁在健全退市制度的同时必须尽快建立对上市公司高管、董事会及其大股东的问责追究制度和集体诉讼制度。尽管对后者的认定和实施比较复杂，但这不能成为拒绝和否定补偿制度的理由。

### 彻底改造 投资者保护基金

有关方面经常强调保护投资者，但令投资者悲哀的是，当投资者因上市公司违法违规为遭受重大损失的时候却经常欲哭无泪，求告无门，没有一个机构出面替投资者伸张正义。我们不是没有投资者保护基金，但是，由于其成立的特殊背景，现行的投资者保护基金主要是根据其信用评级、按其营业收入的0.5%-5%向券

商征收，其职能主要是处置证券公司风险。这在当时是可以理解的。但是，现在券商的情况已经有了很大的改变，客户资金基本上都是第三方托管。我建议对投资者保护基金进行改造，其机构性质与监管部门等行政机构脱钩，其人员构成应充分代表投资者，包括应有资深股民参加，真正成为完全代表投资者利益的第三方法律机构，并聘请专职律师（事务所）作为法律代表。这些专职律师（事务所）除了担任投资者保护基金的专职律师机构外，不接受其他任何上市公司或证券公司聘请，不从事任何与证券发行、上市及并购等相关的法律业务，以免产生利益冲突，影响其为投资者服务。投资者保护基金的职能不是处置证券公司风险，而是代表投资者向上市公司、监管部门和券商等中介机构因其各种过错、各种违法违规行为给投资者造成的损害索赔，并有权代表投资者提起法律诉讼。

基金的来源建议改为向上市公司和证券公司两边征收，而且应主要由上市公司缴纳，征缴的依据和基数有3个，一是按其每次融资金额征收，二是上市年费划转，三是其股价每下跌30%即缴纳一定比例的投资者保护基金。而券商缴费的依据和基础应由各券商的营业收入改为按各券商投行承销的收入和保荐上市的家数。基金只能用于补偿投资者损失及为了追究上市公司、券商等中介机构和监管部门的经济责任和法律责任而发生的相关费用。

为什么要对现有的投资者保护基金作这样的改造？目的就是切实提升上市公司和券商等中介机构及监管部门回报股民、保护投资者的意识，加强这些主体保护投资者的义务，提升市场保护投资者的能力和效率。

### 建议定期发布监管报告

再健全的法律制度，再严密的游戏规则，如果缺乏监管，或有法不依，执法不严，都只能停留在纸面上，其市场秩序及由此产生的后果可想而知。

建议证监会和各证券交易所、期货交易所借鉴央行每季度发布货币政策执行报告的经验，每季度定期发布监管报告，把每季度上市公司、证券公司、期货公司等中介机构及个别投资者的违法违规行及其查处情况公之于众，把新股发行审核过程中发现的各种问题包括各券商和各保荐人的诚信记录和发审委委员的履职情况公之于众。

(作者系长城证券研究总监)

## 中国政治土壤也可发展股市

——与李稻葵教授商榷

沈凌

最近李稻葵教授在达沃斯论坛上语出惊人：“中国的政治土壤不适合发展股市！”这个论断虽然博人眼球，但是却经不起推敲。为什么呢？从根本上来讲，发展中国的发展，既有经济变量的增长，比如我们讲的国内生产总值（GDP）的增长；同时也有制度的改善，比如我们一直在讲的改革开放。如果我们从现有的制度缺陷得出我们就不发展了股市，那么倒退30年，是不是我们也能得出结论，我们的经济发展不了呢？因为那时候连市场经济都没有。

### 经济增长和制度改善相辅相成

想对中国的经济现象做一个正确的判断，我们就不能忘记中国经济的高增长和中国制度的变迁这两大特点，同时，我们还需要在理解经济现象时把这两者结合起来。发展中国的经济增长，从来不是在完善了制度之后再实现GDP的增长，而是一边经历着GDP的变化，一边有着相应的制度改善。两者相辅相成，甚至有时候很难说清楚，究竟是谁决定着谁，就像那个古老的问题：是先有鸡，还是先有蛋？”

运用这样的思想，我们可以更加客观地理解股市中的问题，并提出合理的建议。为什么现在我们要发起一个拯救股市的大讨论呢？不仅仅因为股指的下跌，更是因为大家都看到了：中国的股市问题太多，而且这些问题都是制度性的问题。吴敬琏先生曾有个著名的论断：“中国的股市就是一个赌场，甚至连赌场都不如。”这的确是一个事实，但是，进而从这个事实推论得出“中国的政治土壤不适合发展股市”我就能赞成了吗？为什么这么说呢？

中国的改革是一个渐进的过程。股市一开始试验的时候，容量不可能很大。一开始就是“老八股”。既然是小容量的投资市场，那么就只需要吸纳我们这个社会中的一小撮投资者参与其中就可以了。一个社会中什么人会最早参与到股市中来呢？经济学告诉我们，每个投资者的风险偏好是不一样的。有的人喜欢风险，所以，让他买了门票进入一个赌场他都愿意，也就是说，它的预期收益是负数他也愿意参与；有的人是风险中性的，赌场不收门票，他才愿意去试试；还有的人是风险厌恶的，所以，澳门的赌场会有免费的班车把你从珠海的海关关口接到赌场去玩，有的赌场还会送你10元20元筹码，让你玩。如果我们的社会投资者有不同的风险偏好，而我们的股市容量又那么小，只能吸纳一小部分的人参与其中，市场的选择会是什么？一定是最喜欢风险的人留在了股市中。这就是为什么在过去二十几年的股市中，即使有少数几家愿意分红的上市公

司，其估值也不高；反倒是那些没什么业绩，但是题材不断的公司，估值很高。因为我们的投资者本来就不喜欢分红收益嘛。既然投资者是为了博取短差来的，那么融资者为什么就一定要分红给投资者呢？每个人都是逐利的。

### 制度渐进完善 需要一个过程

所以说中国现在的股市就是一个赌场，并不为过。但这是我们发展的初期必然经历的一个过程。从这个阶段的特点，完全不应该得出“我们的政治环境就不能发展股票市场”这个结论！因为这个发展初期的制度特征，会随着股市的发展而逐步变得让人诟病。只要融资者可以享受不分红或者少分红的优厚待遇，就一定会吸引越来越多的融资者参与到股市中来，这就是我们的扩容压力始终这么大的原因所在。这反过来也要求我们的投资者队伍要不断扩大。而刚才讲过，最喜欢风险的投资者最早被吸引进入股市，所以，场外的投资者的风险偏好始终低于场内投资者。这就要求融资者必须逐步给出更多的分红回报投资者，才能吸引场外资金的介入。这是一个非常自然的市场力量推动的过程。这个过程，就是一个渐进的改善投资环境的过程，包括分红增加，公司治理的透明度增加，和司法以及法律的完善。

李稻葵看到云南法院包庇了绿地这样的本地公司，所以他建议把全国的上市公司的官司都集中到上海来。我估计这样的政策建议，一个是政治上不太可行，需要太多部门的配合，完全不是一个证监会能够做到的；另外一个就是即使这样做了，可能还是会遇到执行力的问题，因为上海法院的相对公正的判决还是需要到云南当地去执行。如果地方政府真的要保护当地企业，还是有很多的办法，让你的判决执行不了。

其实事情并不会像李稻葵预期的那么悲观，说什么“中国的政治环境搞不了股市”。如果一个地方政府会不惜破坏法治公平屡屡保护当地上市公司，那么投资者很有可能就会用脚投票，让这个地方的上市公司的估值急剧下降，转而去买别的地方的股票。如果有一个地区间的竞争出现，自然会压迫地方政府去改进法制环境，保护投资人利益，否则他就难以在这个资本市场融到资。证监会或许并不需要申请全国人大改动有关司法管辖权的相关法律条文，只需要建立一个诚信档案，或者公布一个各地的法治环境指数，从而诱导投资者给不同地区的股票以不同的估值。就像穆迪标普等给希腊意大利政府的信用等级降级一样的市场手段，就足以奖优罚劣，去推动本来或许较慢的渐进改革往前进了。

所以说，看到了中国现存的制度问题并不难，难的是需要用一个内生性制度变革的思路去理解未来的变革，提出阻力最小的改革建议。

(作者系华东理工大学商学院副教授)

# 六大药方治理股市四大顽疾

盛永志

没有人能够否认，中国经济经过改革开放三十年，已经步入世界经济大国。也没有人能够否认，中国经济正在进行的和将要完成的重要任务，是由经济大国到经济强国的转变。

从经济大国到经济强国，需要世界500强中有更多的国字号企业，需要完成传统产业向战略性新兴产业转变和升级换代，需要提升消费对GDP增长的贡献度，需要增加人们财产性收入……而能够满足这一需要的重大推手，就是中国股市。股市的存在，为中国最优秀的企业提供了生长的土壤和血液，股市的发展，为

中国经济的前行提供了无限梦想和追求。

然而，直到今天，我们看到的却是这样一个市场：市场参与者存在严重信息不对称，广大中小投资者处于绝对弱势地位；市场价值中枢混沌不清，投资者无所适从，最终沦为跟风和短线客；许多上市公司“以次充好”，骗子公司大行其道，刚上市不久就来个业绩大变脸；市场内幕交易不断，市场监管任重道远。

笔者认为，对付这四大顽疾，需要六大药方。

第一个药方：严格规范上市公司行为。对于虚假材料上市、包装上市、滥用募集资金、不兑

现股息承诺、不履行信息披露义务、串通内幕交易等违规行为，一定要狠杀，一经处罚，所罚没的款项奖励举报人，并强制要求其补偿中小股东股价波动损失。换句话说，即使把上市公司家底掏空了，也要其为挑战“市场规则”埋单。

第二个药方：严格规范市场信息渠道。股市是经济“晴雨表”，来自经济基本面、政策面等外部信息势必影响市场波动。广大投资者有权利以公开透明的形式获取最真实最可靠的市场信息。对于散布虚假信息、不实信息、小道信息的伪造“信息”者，应当严打，使其承担远大于其收益的违规成本。

第三个药方：严格规范投资者行为。对于依靠内幕、不法手段获利的机构和个人投资者，综合运用多种手段严厉打击，对于提供线索者应有重奖政策。

第四个药方：严格规范监管者行为。市场监管者手里的权力有寻租的可能，应加大对市场监管者渎职罪的打击力度，对不作为、乱作为、内外串通等监管人员和机构要依法严格处理。市场监管部门要定期向社会公布其绩效报告，保障投资者对其履职情况享有知情权。

第五个药方：引导价值投资，构建股价与上市公司发展“协同”机制。应大力发展合格的“评级”机构并对其进行严

格监管，引导市场资金流向以实现对优秀公司的“价格发现”。同时，构建上市公司高管收益与股价成长的协同性，特别是在蓝筹股中要全面推广高管持股及股权激励制度。

第六个药方：运用超常规方法解决历史遗留问题。大小非问题部分产生于股改后遗症，需要国家成立专门投资公司接盘，然后再设法盘活和经营这些股权。中小板和创业板高管上市后就辞职套现问题，明显是我们当初在设计中小板、创业板上市制度时忽略了对二级市场

投资者的保护，应向其收取暴利税，并将这些税收向其所在公司返还，以增厚其资本金。

(作者单位：哈尔滨金融学院)